

房企年报系列点评 (03)

时代中国：前瞻布局粤港澳旧改，业绩进入收获期

文 / 研究员 沈晓玲、冯惠

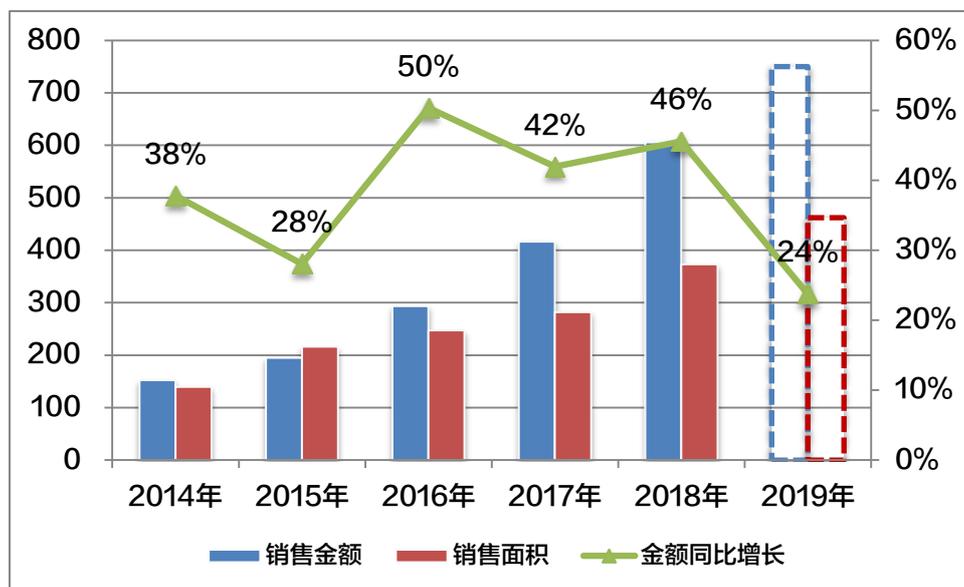
导读：销售稳步提升，财务稳健，城市更新进入收获期，但时代中国单项目产能有所下降，且旧改项目转化节奏存在不可控性，建议关注单项目营销，适当加大公开土地市场的投资。

2018 年时代实现合同销售金额 606.0 亿元，同比增长 46%，销售业绩仍集中在粤港澳大湾区，占比达到 90%。截止 2018 年底，时代中国已在 11 个城市拥有土地储备总建筑面积约 1845 万平方米(未计入城市更新项目面积)。毛利率相比去年上升 2 个百分点至 31%，在手现金及银行结余为 274.3 亿元，流动性充裕。值得一提的是，公司 2018 年成功转化 4 个城市更新项目，目前未成功转化的城市更新项目还有 80 个，基于城市更新业务较高的毛利率水平，未来将为公司带来更高的利润空间。但时代还应该提升单项目产能、且考虑旧改项目的转化存在不可控因素，可加大在公开市场上的投资力度。

销售：连续 5 年超额完成销售目标

时代中国连续 5 年超额完成销售目标。2018 年时代中国实现合同销售金额为人民币 606.0 亿元，同比增幅为 46%，合同销售面积为 373.3 万平方米，同比增长 32%。根据时代对外公布数据来看，超额完成全年 550 亿的销售目标，这已是时代第 5 年超额完成全年销售目标值。在规模扩张方面，2019 年公司销售业绩增幅只要达到 24%，就能够实现 750 亿元的销售目标。

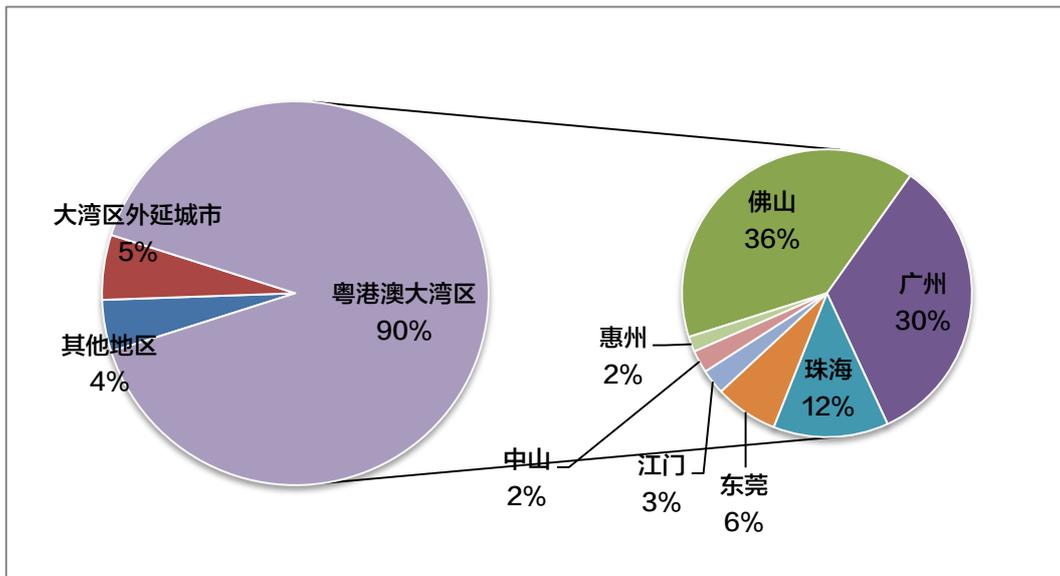
图表：时代中国 2014~2018 年企业销售业绩情况 (亿元、万平方米)



数据来源：企业业绩公告、CRIC

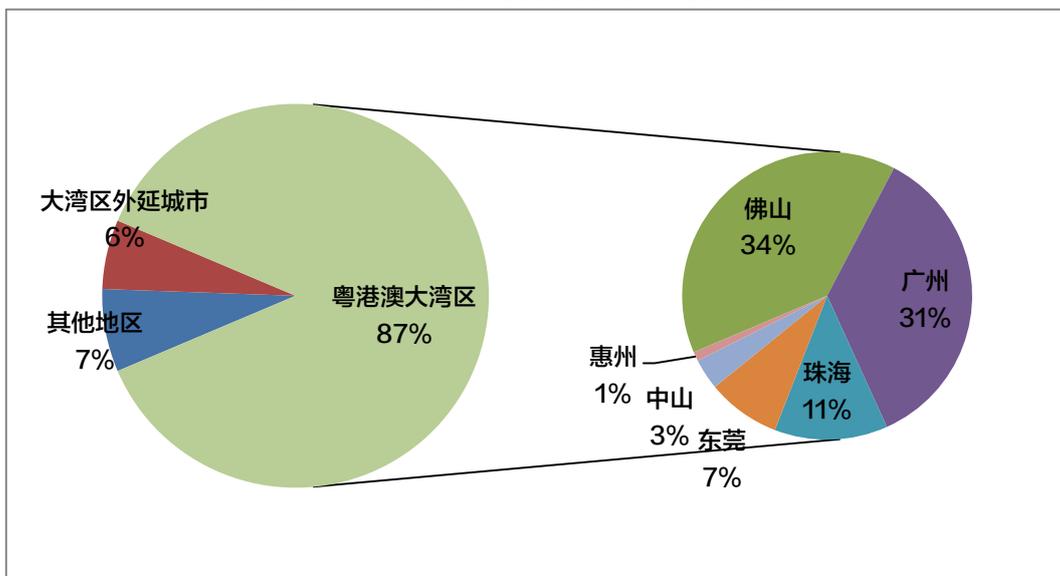
销售业绩贡献仍集中在粤港澳大湾区。时代中国 2018 年的销售业绩贡献集中在政策相对利好的粤港澳大湾区城市，销售业绩占比为 90%，相比去年上升了 3 个百分点，这得益于时代 2018 年粤港澳大湾区城市销售业绩基本得到大幅增长，并且还在江门实现了销售业绩“0”突破。从大湾区城市来看，目前广佛两地占比仍居前位，分别为 36%和 30%。

图表：2018 年时代中国销售金额城市分布情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

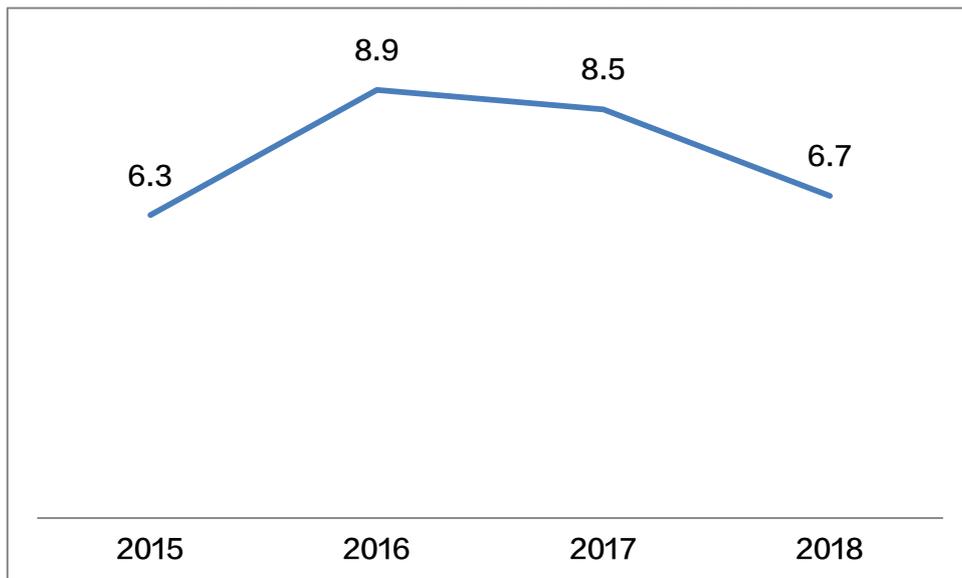
图表：2017 年时代中国销售金额城市分布情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

单项目产能有待提升。根据时代中国年报数据来看，自 2016 年以来，公司单项目平均产能正在降低，2018 年项目平均产能不足 7 亿元，低于百强房企 8.76 亿的平均产能。

图表：2015-2016 年时代中国单项目产能情况

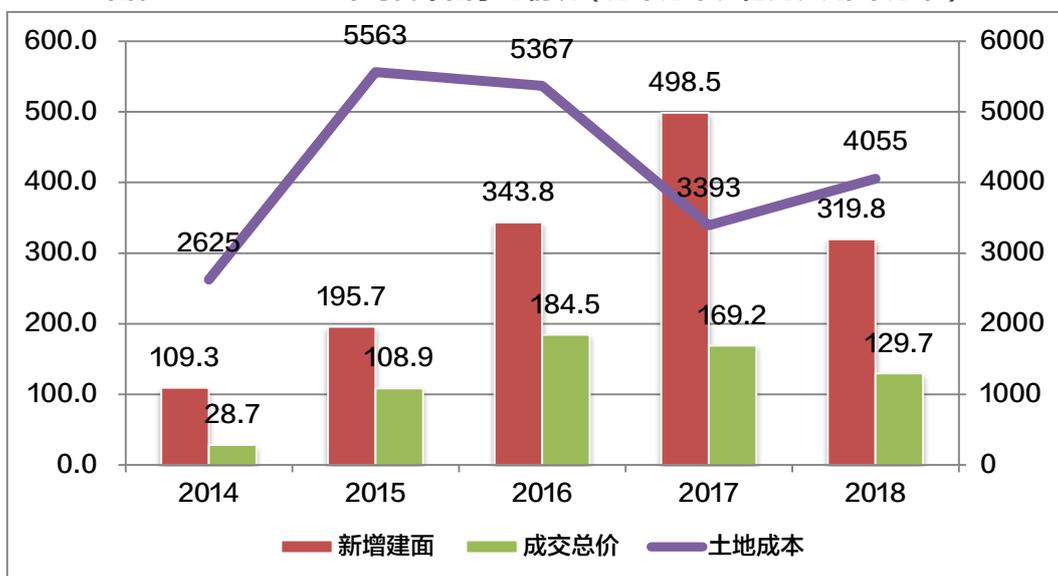


数据来源：企业业绩公告、CRIC

投资：土储基本能够支持企业 2020 年实现千亿

公司 2018 年拿地颇为谨慎，拿地金额仅占年初预算的 65%。公司在 2017 年业绩发布会上曾表示，2018 年将有 200 亿左右的资金可以用作拿地的安排，根据年报数据显示，2018 年拿地金额约 129.7 亿元，占年初拿地预算的 65% 左右，整体拿地态度较为谨慎。同时，公司今年在公开市场上共获取 319.8 万平方米的土储资源，相比前两年，土地投资规模减少明显。另一方面，从企业拿地销售比来看，2018 年公司拿地销售比为 0.21，低于百强房企 0.38 的平均土地投资水平，这也能够看得出来时代较为谨慎的投资态度。总的来说，时代基于未来会有更多旧改项目转化成功并纳入土地储备中，在公开市场上拿地颇为谨慎。但是考虑到旧改项目转化过程中存在较多不可控因素，企业对此较难把控，所以建议时代适当加大在公开市场上的投资力度。

图表：2014-2018 年时代中国拿地情况（万平方米、亿元、元/平方米）

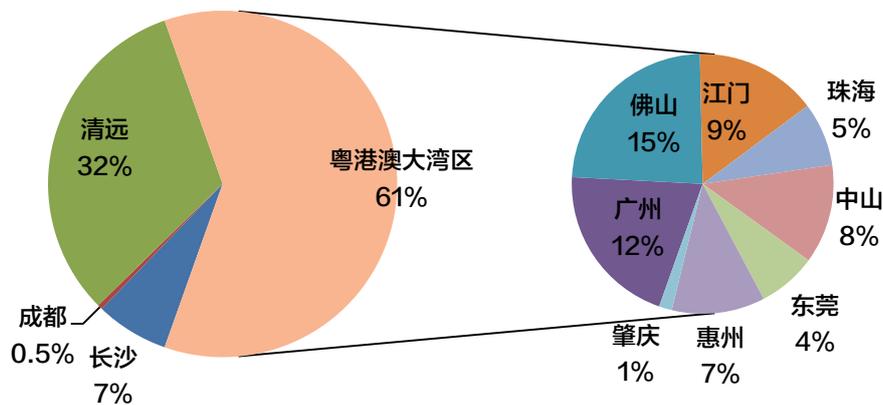


数据来源：企业业绩公告、CRIC

时代总土储基本能够支持企业 2020 年实现千亿目标。截止 2018 年底，时代中国已在 11 个城市拥有土地储备总建筑面积约 1845 万平方米(未计入城市更新项目面积)。公司在 2017 年业绩发布会上曾表示，时代将在 2020 年实现千亿销售额，时代中国目前的总土地储备资源基本能够支持其销售业绩。

持续深耕粤港澳大湾区。从土地区域分布来看，时代土储资源主要集中在粤港澳大湾区，占比达到 61%，其中 2018 年粤港澳新增土地建面为 261 万平方米，占企业新增土储总量的 82%；其次是清远这座大湾区外延城市，占比达到 32%，这与公司持续深耕粤港澳大湾区，大力提升所在区域市场份额的发展战略十分相符。

图表：截止 2018 年底时代中国总土储分布情况

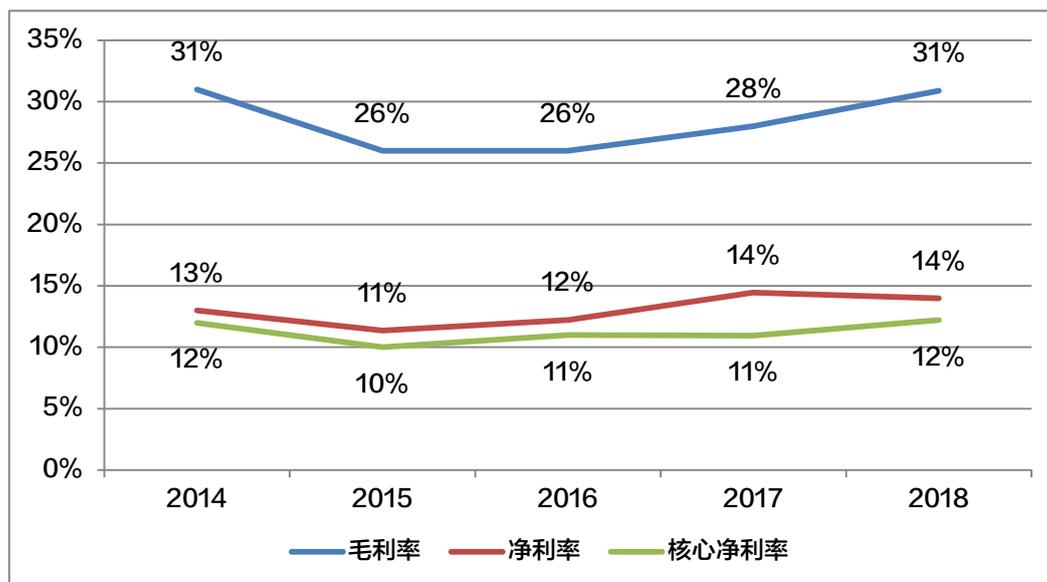


数据来源：企业业绩公告、CRIC

财务：盈利水平稳步提升，财务风险控制较好

毛利率及核心净利率稳步提升。根据年报公布数据来看，2018 年，时代实现营业收入为 343.75 亿元，同比增长 49%，这得益于公司 2018 年物业销售收入和租金及管理费均实现大幅增长，城市更新业务收入更是实现“0”的突破，达到 27.76 亿元。而在盈利指标方面，公司 2018 年毛利率相比去年上升 2 个百分点至 31%，其中物业开发及管理毛利率为 28%，城市更新业务毛利率为 65%；净利率基本与去年一致，为 14%，核心净利率相比 2017 年略微上升至 12%。值得注意的是，时代近两年土地成本占销售均价的比例呈现逐年下降的趋势，其中 2018 年新增土地成本占同期销售均价的 21%，较高的利润差不仅让时代旗下项目在成本上更具竞争力，同时也为公司的高利润提供了空间。

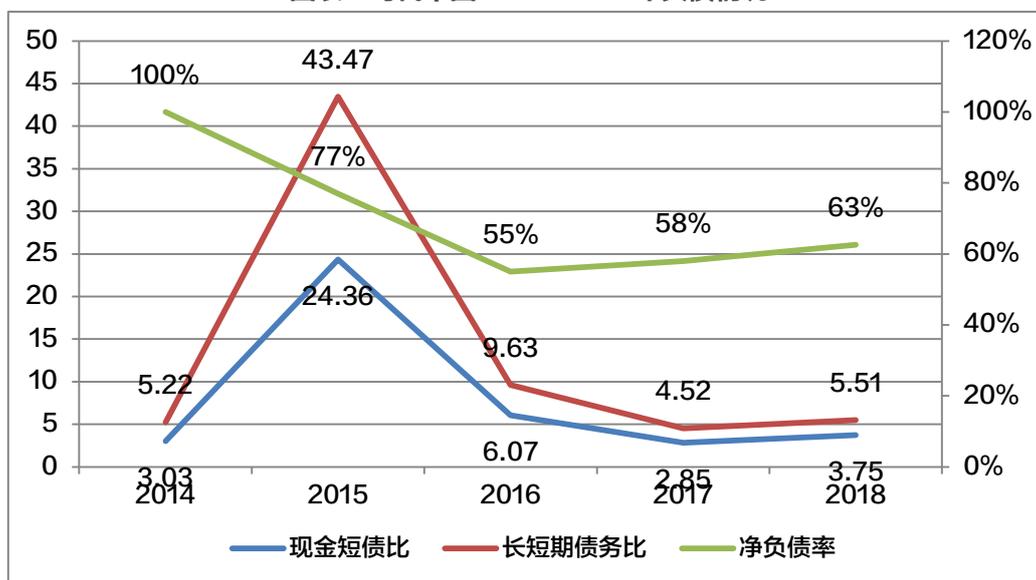
图表：时代中国 2014-2018 毛利率、净利率、核心净利率情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

流动性充裕，财务趋于稳健。截至 2018 年底，时代在手现金及银行结余为 274.3 亿元，短期债务 73.1 亿元，现金短债比为 3.75，公司流动性较为充裕，短期偿债能力良好。净负债率相比去年上升了 5 个百分点达 63%，杠杆率有所上升。2018 年，时代平均借贷利率基本与去年保持一致，为 7.7%，但自 2013 年以来公司平均借贷利率整体呈现下降趋势，这主要得益于近几年公司债的发行提及公司主体信用评级的上升。

图表：时代中国 2014-2018 年负债情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

城市更新：旧改将为公司带来更高的利润空间

旧改转化将为公司的高利润提供空间。旧改方面，2018 年，时代成功转化广州、佛山、中山的 4 个城市更新项目，并将其收入纳入公司营收中，截止年底，城市更新业务收入达到 27.76 亿元。

目前，公司未纳入土地储备的城市更新项目数量为 80 个，总用地面积约 1083 万平方米，预计可转化土地储备建筑面积约 2523 万平方米。其中，2019-2021 年有 41 个广州项目即将完成转化，预计可转化的土储资源建筑面积约 1076 万平方米。根据目前时代城市更新业务 64.6% 的毛利润水平来看，80 个旧改项目的逐步转化将为公司带来更高的利润空间。

图表：时代中国 2018 年成功转化城市更新项目情况（万平方米）

指标体系	进展	占地面积	预计总建面
广州市增城区丰鼎旧厂项目	已完成	22.0	49.5
佛山市南海区塘虹公司旧厂项目	已完成	3.0	9.0
佛山市南海区太平工业区旧厂项目	已完成	4.7	12.5
中山市神湾镇肴南村留地项目	已完成	5.0	10.0
总计		34.7	81.0

数据来源：企业业绩公告、CRIC

2018 年时代盈利水平稳步提升，财务风险把控良好，土储资源充裕。2018 年，时代销售业绩与盈利水平都在稳步提升，净负债率相比去年上升了 5 个百分点达 63%，但风险把控较为良好，并且企业自 2013 年以来平均借贷利率基本呈现下降趋势；从土储资源来看，截止 2018 年底，时代中国在全国 11 个城市拥有土地储备总建筑面积约 1845 万平方米(未计入城市更新项目面积)，土储较为充裕。

但时代中国在单项目产能和纳储渠道上还需有所提升或调整：一方面，企业需要更多关注单项目产能的提升。自 2016 年以来，时代单项目平均产能呈现逐年降低的趋势，并且 2018 年的平均产能不足 7 亿元，低于百强房企平均水平；**另一方面，为避免旧改转化的不可控性，建议在公开市场上适当加大投资力度。**2018 年以来，企业基于未来可能会有更多旧改项目转化成功并纳入土地储备中，在公开市场上拿地颇为谨慎，拿地金额仅占年初预算的 65%。但是旧改项目转化涉及较多方面，转化节奏不可控制，对于企业能否通过旧改及时纳储补充货量，还有待商榷，未来时代可适当加大在公开市场上的投资力度。

附表 1：时代中国 2014-2018 财务指标

指标分类	指标体系	2014	2015	2016	2017	2018
规模性指标	营业收入 (亿元)	104	136	162	231	344
	销售收入 (亿元)	101	132	156	225	308
	净资产 (亿元)	57	93	162	279	323
	总资产 (亿元)	331	459	691	1014	1291
	总负债 (亿元)	274	366	529	734	968
	股东权益 (亿元)	57	93	162	279	323
	土地储备 (万平方米/建筑面积)	943	1056	1306	1684	1845
	新增土地储备 (万平方米/建筑面积)	109	196	344	499	320
营利性指标	毛利润 (亿元)	32	35	43	64	106
	净利润 (亿元)	14	16	20	33	48
	毛利率	31%	26%	26%	28%	31%
	净利率	13%	11%	12%	14%	14%
	每股基本盈利 (分)	74	82	113	151	240
抗风险指标	现金 (亿元)	54	87	119	172	274
	现金短债比	3.03	24.36	6.07	2.85	3.75
	长短期债务比	5.22	43.47	9.63	4.52	5.51
	净负债率	100%	77%	55%	58%	63%
	总资产负债率	83%	80%	77%	72%	75%
	净资产负债率	479%	395%	327%	263%	300%
	平均借贷利率	11%	10%	8%	8%	8%
运营效率指标	销售成本 (亿元)	72	101	120	167	238
	存货 (亿元)	191	235	327	479	489
	总资产周转率	0.36	0.35	0.28	0.27	0.30
	存货周转率	0.44	0.47	0.43	0.41	0.49
	三费比率	10%	7%	9%	8%	8%
	销售费用率	5%	4%	4%	3%	2%
	管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%
	财务 (利息) 费用率	2%	1%	1%	2%	2%

数据来源：企业业绩公告、CRIC